

PENGARUH CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY TERHADAP FINANCIAL DISTRESS BADAN USAHA MILIK NEGARA DAN SWASTA

**(Studi Empiris terhadap Perusahaan Manufaktur di Indonesia yang
Terdaftar pada BEI Tahun 2018-2022)**

Alfanadia Putri G. Saragih, Siti Mutmainah¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedarto S.H., Tembalang, Semarang 50239, Phone +622476486851

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the effect of corporate social responsibility (CSR) and its relation to financial distress using stakeholder and signal theory through observation of manufacturing enterprises listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2018 to 2022. This study uses Altman Z-Score, a bankruptcy ratio, as a measure of financial distress and CSR monetary spending ratio (MSR) as a measure of CSR. Using purposive sampling technique, 152 enterprises were obtained as sample, consisting of 142 state-owned enterprises and 10 non-state-owned enterprises. The results of this study states that CSR doesn't show a significant effect on financial distress of state-owned enterprise nor it is on non-state-owned enterprise. However, a more significant effect was seen on non-state-owned enterprise though state-owned enterprise were the one that are more motivated doing CSR.

Keywords: *corporate social responsibility (CSR), financial distress, signal theory, stakeholder theory, manufacturing industry, state-owned enterprise, non-stateowned enterprise*

PENDAHULUAN

Indikator penilaian kesehatan keuangan perusahaan yang paling umum digunakan adalah kinerja keuangan. Mason & Stark (2004) memaparkan beberapa aspek yang menjadi perhatian pengguna laporan keuangan berdasarkan kacamata bank, *venture capital*, dan *business angels*. Perhatian utama bank, sebagai pemberi pinjaman, ialah kemampuan perusahaan membayar utang. *Venture capital* dan *business angels* pun memperhatikan keuangan perusahaan, selain dari produk dan manajemen usaha, sebab tujuan investasi ialah memperoleh keuntungan. Maka dapat disimpulkan bahwa bank, *venture capital*, dan *business angel* mempercayai perusahaan yang jauh dari masalah-masalah keuangan.

Kinerja keuangan menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber dayanya dalam satuan moneter serta akan dinilai setiap periode guna melihat kesehatan dan kewajarannya (Ikatan Akuntansi Indonesia, 2016). Tentu pengguna internal dan eksternal laporan keuangan menginginkan hasil kinerja yang semakin baik, ditandai dengan terus meningkatnya beberapa *item* keuangan setiap periode, sebagai contoh *item* penjualan yang lebih baik dari kompetitor usaha (Shrotriya, 2019). Perusahaan pun paling tidak ingin mempertahankan hasil baik yang telah dicapai demi mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan. Perusahaan yang mengalami penurunan kinerja berpotensi jatuh ke dalam *financial distress*.

Chan dan Chen (dikutip dalam John *et al.*, 2011) mengatakan *financial distress* adalah hasil dari kondisi keuangan yang buruk dalam beberapa periode. Akibatnya, perusahaan kehilangan nilai pasar dan dapat mengancam *going concern* perusahaan bila tidak mampu melewati tantangan ekonomi. Perusahaan dalam situasi *financial distress* memiliki beberapa gejala yang terlihat dari rasio keuangannya, yaitu *profitability* rendah sehingga dana perusahaan tidak sebanding dengan *fixed cost*, likuiditas rendah sehingga kesulitan dalam membayar kewajiban keuangan jangka pendek, serta gejala-gejala lainnya yang dikaitkan dengan ancaman kebangkrutan perusahaan (Desiyanti *et al.*, 2019; Khan *et al.*, 2021; Wahlen *et al.*, 2015).

¹ *Corresponding author*

Sejumlah penelitian terkini menemukan bahwa aktivitas *Corporate Social Responsibility* (CSR) menjadi salah satu faktor perusahaan memperoleh keuntungan peningkatan kinerja keuangan dan penurunan ancaman *financial distress* (Al-Hadi *et al.*, 2019; Choi *et al.*, 2010; Khan *et al.*, 2021; Lin *et al.*, 2009; Trisriarini *et al.*, 2017; Wu *et al.*, 2020; Zheng *et al.*, 2019). Walaupun demikian, pada awal konsep CSR digagaskan, CSR tidak dimaksudkan sebagai pendompleng keuangan, melainkan lahir dari dorongan filantropis untuk meningkatkan kesejahteraan karyawan perusahaan tanpa memperhitungkan untung dan rugi (Carroll, 1991; Loew *et al.*, 2004; Smith, 2011). Namun kini, aktivitas CSR secara natural menjadi kewajiban untuk dilakukan, terutama karena dibentuknya peraturan setempat untuk melakukan CSR.

Di Indonesia, CSR diatur melalui Peraturan Menteri BUMN RI No. 05/MBU/04/2021 yang secara spesifik mengatur BUMN, baik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), maupun yang tidak. Juga melalui POJK No. 51 Tahun 2017 yang mengatur perseroan yang terdaftar di BEI, baik BUMN, maupun BUMS. Hal ini menunjukkan bahwa BUMN dan BUMS tidak lepas dari tanggung jawab melakukan CSR. Dalam pelaksanaannya, aktivitas CSR dilakukan dengan merujuk pada pernyataan Perserikatan Bangsa-Bangsa (PBB) serta panduan badan internasional lain seperti International Standardization Organization (ISO) dan The Organization for Economic Cooperation and Development (OECD).

Walaupun telah diatur dalam peraturan pemerintah, baik Badan Usaha Milik Negara (BUMN) maupun Badan Usaha Milik Swasta (BUMS), memiliki hak untuk menentukan program dan teknis pelaksanaan CSR yang dilakukan (Tyas, 2014). Kedua jenis badan usaha ini sama-sama dibentuk dengan tujuan untuk mencari keuntungan, tetapi BUMN yang merupakan bentukan pemerintah memiliki motivasi yang lebih besar dalam melaksanakan CSR (Wu *et al.*, 2020). Pada penelitian Wu *et al.* (2020) dikatakan bahwa BUMN melakukan CSR dalam skala yang besar guna memberikan dampak positif yang lebih luas pada *stakeholder*. Namun, He *et al.* (2015) menyatakan bahwa jabatan-jabatan dalam BUMN yang kerap diisi oleh birokrat justru membuat kinerja perusahaan kurang efisien. Pada penelitian yang sama, Wu *et al.* (2020) berpendapat bahwa walau juga melakukan aktivitas CSR, BUMS lebih berfokus pada kompetisi usaha. Fokus utama BUMS tidak pada CSR, melainkan pada produk usaha dan berhati-hati dalam menjaga kesehatan keuangan. Maka, dapat disimpulkan ada dua gaya berbeda pada kedua badan usaha tersebut.

Penelitian ini melakukan pengujian pengaruh CSR terhadap *financial distress* pada perusahaan yang memiliki status kepemilikan modal berbeda. Kepemilikan modal yang dimaksud adalah kepemilikan modal oleh negara, yaitu BUMN, dan kepemilikan modal oleh swasta, yaitu BUMS. BUMN sebagai perusahaan yang dibentuk negara memiliki beban terhadap isu sosial dan lingkungan yang memunculkan motivasi besar menjalankan CSR. Penelitian Wu *et al.* (2020) menunjukkan CSR berpengaruh meningkatkan ROA lebih kuat pada BUMN dibandingkan BUMS.

Penelitian ini merujuk pada Wu *et al.* (2020) dan Khan *et al.* (2021) tetapi menggunakan sampel perusahaan manufaktur di Indonesia sehingga ada beberapa perbedaan, secara khusus dalam pengukuran CSR. Pengukuran CSR dalam penelitian Wu *et al.* (2020) menggunakan RKS, sebuah sistem *ranking* CSR yang tidak terdapat di Indonesia. Oleh karena itu, dipakai formula CSR MSR oleh Khan *et al.* (2021) yang mengukur dampak kuantitatif CSR. Di sisi lain, pengukuran *financial distress* dilakukan dengan rumus Z-Score oleh Altman yang melibatkan indikator-indikator akuntansi untuk mengecek tingkat kebangkrutan.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORETIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Stakeholder

Freeman (1984) memberikan definisi *stakeholder* sebagai individu maupun yang mendapat pengaruh dan/atau memberikan pengaruh terhadap suatu pencapaian tujuan organisasi. Freeman (dikutip dalam Enyinna, 2013) secara khusus memasukkan pemasok, pelanggan, karyawan, pemegang saham (*shareholder*) dan masyarakat setempat, serta manajemen ke dalam kategori ini. Teori ini memberi signifikansi dengan meredefinisikan pada kata *social* dalam istilah CSR, memberikan gambaran kepada siapa saja perusahaan harus bertanggung jawab dan mempertimbangkan kepentingannya (Carroll, 1991). Secara khusus, (Donaldson & Preston, 1995) menyebutkan bahwa setiap pihak yang memiliki kepentingan yang sah dalam bisnis perusahaan merupakan *stakeholder*, termasuk di dalamnya *shareholders*, pembeli,

pemasok, karyawan, pemerintah, kelompok-kelompok politik, asosiasi perdagangan, serta komunitas setempat. Dengan demikian, teori stakeholder menjadi dasar sasaran CSR perusahaan ditujukan.

Teori *stakeholder* menekankan pentingnya perilaku etis, sebab bisnis tidak lepas dari etika (Kivits & Sawang, 2021). Terhadap setiap *stakeholder*, perusahaan perlu menerapkan sikap yang adil. Kontras dengan teori *shareholder* yang menekankan tujuan bisnis hanya memperoleh laba, teori *stakeholder* menekankan bahwa kepentingan dari setiap *stakeholder* harus dipertimbangkan walau memiliki konsekuensi mengurangi laba perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa dalam teori *stakeholder*, laba bukanlah tujuan paling utama yang dikejar, melainkan, perusahaan perlu memastikan seluruh kepentingan *stakeholder* dipertimbangkan dan dipenuhi serta tidak ada hak etis yang dilanggar (Kivits & Sawang, 2021; Smith, 2003). Akibatnya, gejala antar pihak yang mungkin terjadi dalam perusahaan terminimalisir, menciptakan sinergi yang baik di perusahaan dan dapat fokus pada bisnis dan meningkatkan efisiensi kerja (Bae *et al.*, 2018).

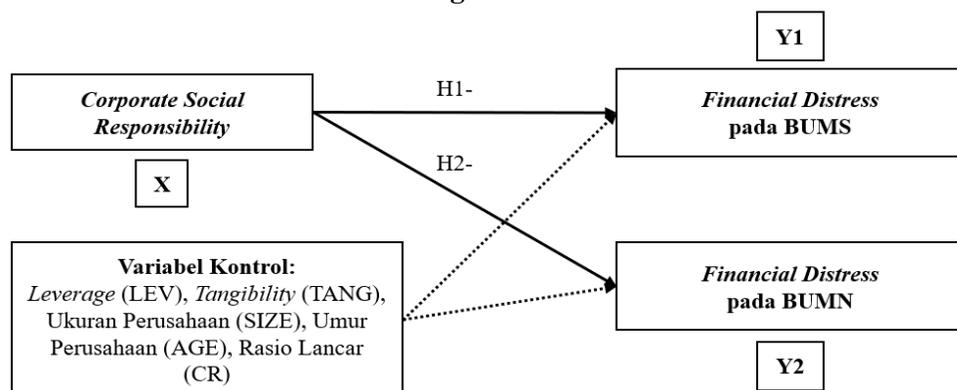
Teori Sinyal

Teori sinyal berangkat dari asumsi bahwa ada pihak yang memiliki informasi yang lebih memadai dibanding pihak lainnya, sehingga terjadi asimetri informasi. Informasi tertentu, terutama informasi penting menyangkut manajerial perusahaan, hanya diketahui oleh segelintir internal perusahaan. Dengan kata lain, pihak eksternal tidak dapat mengakses informasi ini. Informasi ini berperan penting, sehingga ketika diungkapkan ke publik dapat memberi efek peningkatan atau penurunan nilai perusahaan (Connelly *et al.*, 2011; Sucipto, Edy & Sudiyatno, 2018). Walau CSR diperlakukan sebagai biaya yang akan mengurangi laba perusahaan, CSR dianggap sebagai sinyal positif sehingga pengungkapannya berarti mengungkap keunggulan perusahaan. Asimetri informasi perusahaan dengan *stakeholder* diisi dengan sinyal positif dari perusahaan dan berpotensi meningkatkan hubungan perusahaan dengan *stakeholder* (Chung *et al.*, 2018).

Connelly *et al.* (dikutip dalam Khan *et al.*, 2021) mengatakan bahwa informasi ini memberikan sejumlah manfaat bagi perusahaan berupa meningkatkan reputasi perusahaan, meningkatkan kredibilitas perusahaan, serta meningkatkan *return* yang memberikan nilai tambah bagi perusahaan. Secara khusus, sinyal positif dari aktivitas CSR memberikan jaminan agar investor menanamkan dana dan menguntungkan finansial perusahaan dan meningkatkan kinerja (Al-Hadi *et al.*, 2019; Khan *et al.*, 2021). Penelitian oleh Harjoto & Laksmana (2018) serta Jiraporn *et al.* (2014) menunjukkan bahwa keterlibatan perusahaan dalam aktivitas CSR meningkatkan kredibilitas kredit perusahaan melalui meningkatnya *credit ratings* dan *credit worthiness*. Akibatnya, risiko gagal bayar (*default risk*) yang merupakan salah satu masalah besar dalam *financial distress* berkurang, menjadikan tingkat kebangkrutan perusahaan tetap terkontrol atau rendah.

Pada penelitian ini, terdapat satu variabel independen, yaitu CSR, dan dua variabel dependen, yaitu *financial distress* pada BUMN dan *financial distress* pada BUMS. Pula, terdapat variabel kontrol *leverage*, *tangibility*, ukuran perusahaan, umur perusahaan, dan rasio lancar (*current ratio*). Kerangka penelitian digambarkan sebagai berikut.

Gambar 1
Kerangka Penelitian



Pengaruh CSR terhadap *Financial Distress* pada BUMS

Sejumlah penelitian menunjukkan CSR bermanfaat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan yang umumnya diprosikan dengan indikator ROA, satu rasio yang dapat dipakai pula untuk menilai tingkat kebangkrutan perusahaan dengan interpretasi bila ROA, tingkat kebangkrutan yang meningkat (Al-Hadi *et al.*, 2019; Khan *et al.*, 2021; Wu *et al.*, 2020). Penelitian oleh Harjoto & Laksmana (2018) serta Jiraporn *et al.* (2014) menunjukkan bahwa keterlibatan perusahaan dalam aktivitas CSR meningkatkan kredibilitas kredit yang mengakibatkan risiko gagal bayar (*default risk*) berkurang. Perusahaan dengan aktivitas CSR yang tinggi atau memiliki manajemen sosial dan lingkungan yang baik memiliki risiko-risiko bisnis yang rendah yang menyebabkan tingkat kebangkrutan pun rendah (Khan *et al.*, 2021; Zheng *et al.*, 2019). Hal ini membukakan kesempatan bagi perusahaan untuk berkembang dan terhindar dari kebangkrutan.

Hasil penelitian Khan *et al.* (2021) yang menguji pengaruh CSR terhadap *financial distress* di Pakistan menemukan bahwa CSR memiliki pengaruh yang negatif memengaruhi tingkat kebangkrutan. Di sisi lain, hasil penelitian Wu *et al.* (2020) yang menguji pengaruh CSR terhadap ROA dengan dimediasi *financial distress* mengatakan bahwa pengaruh CSR negatif secara signifikan terhadap ROA pada BUMS, walau tidak sekuat pengaruhnya terhadap BUMN.

H₁: CSR secara negatif memengaruhi *financial distress* pada BUMS

Pengaruh CSR terhadap *Financial Distress* pada BUMN

BUMN ialah badan usaha yang secara status kepemilikan dimiliki oleh negara dengan penyertaan modal yang diperoleh dari APBN. Walaupun milik negara, BUMN memiliki tujuan selayaknya perusahaan lainnya, yaitu mencari keuntungan, sesuai dengan yang tertuang dalam UU No. 19 Tahun 2003 tentang BUMN. Hal ini ditunjukkan dengan penunjukan dewan direksi sebagai pengelola dan juga dewan komisaris sebagai pengawas. Laporan keuangan BUMN juga menjadi objek audit untuk memastikan perusahaan memiliki keuangan yang wajar. Kendati demikian, BUMN juga merupakan bentuk realisasi dari UUD RI Pasal 33 ayat (2). Dengan melihat dari sektor-sektor tempat BUMN besar didirikan seperti keuangan, migas, listrik, dan lainnya yang merupakan sektor kunci dalam kemaslahatan masyarakat menjadi bukti.

Hasil penelitian Wu *et al.* (2020) menyatakan bahwa pengaruh CSR terhadap ROA BUMN yang signifikan secara positif dan terjadi karena adanya *default risk* bisnis yang minim. BUMN yang merupakan bentukan negara memiliki hak istimewa dengan negara sebagai penjamin BUMN bila terjadi masalah keuangan yang serius. Walaupun demikian, menurut He *et al.* (2015), BUMN yang pengambilan keputusannya dilakukan oleh birokrat akan menghasilkan Keputusan-keputusan bisnis yang bersifat politis, bukan memprioritaskan keuntungan perusahaan.

H₂: CSR secara negatif memengaruhi *financial distress* pada BUMN

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan *financial distress* sebagai variabel dependen. *Financial distress* diprosikan dengan model perhitungan Z-Score oleh Altman untuk kedua badan usaha. Z-Score oleh Altman adalah pengukuran yang terbatas pada perusahaan manufaktur, menggunakan rasio keuangan dengan metode statistik multidiskriminan (Altman, 1968) dan memasukkannya ke dalam kategori *distress zone*, *grey zone*, dan *safe zone*. Berikut adalah persamaan diskriminannya.

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$$

Keterangan:

- X₁ : *Working Capital / Total Assets*
- X₂ : *Retained Earnings / Total Assets*
- X₃ : *Earnings Before Interest and Taxes / Total Assets*
- X₄ : *Market Value of Equity / Total Liability*
- X₅ : *Sales / Total Assets*
- Z : Indeks Z oleh Altman secara keseluruhan

Variabel independen dalam penelitian ini adalah CSR yang diproksikan dengan CSR *Monetary Spending Ratio* (MSR), perhitungan CSR yang digunakan dalam penelitian Khan *et al.* (2021). CSR MSR diukur dengan membagi total pengeluaran CSR perusahaan selama satu periode dengan *earnings after tax* (EAT). Variabel kontrol digunakan dalam penelitian guna menjaga variabel independen dan dependen agar tidak dipengaruhi hal-hal di luar penelitian ini. Variabel kontrol yang digunakan adalah *leverage* (LEV), *tangibility* (TANG), ukuran perusahaan (SIZE), umur perusahaan (AGE), serta rasio lancar (CR). *Leverage* diukur dengan membagi total liabilitas dengan total aset. *Tangibility* diukur dengan membagi aset tetap dengan total aset. Ukuran perusahaan diukur dengan perhitungan log total aset. Umur perusahaan merepresentasikan jumlah tahun perusahaan beroperasi. Rasio lancar diukur dengan membagi aset lancar dengan liabilitas lancar.

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam BEI tahun 2018-2022. Perusahaan manufaktur dipakai sebagai populasi karena manufaktur merupakan jenis industri yang memproduksi barang dan buangan sangat berpengaruh pada kelangsungan hidup masyarakat dan lingkungan. Oleh karena itu, tanggung jawab sosial dan lingkungan paling dibutuhkan pada industri ini. Penelitian ini membedakan objek penelitian menjadi BUMN dan BUMS dengan tujuan menguji pengaruh CSR terhadap perusahaan bentukan negara dan swasta secara terpisah dengan model pengukuran yang sama untuk melihat pengaruh spesifik CSR pada masing-masing badan usaha. Sampel diperoleh dengan metode *purposive sampling*.

Metode Analisis

Jenis data penelitian ini adalah data panel, yaitu observasi beberapa unit observasi yang terdapat pada laporan tahunan dan laporan keberlanjutan selama lima tahun buku (Burdisso & Sangiácomo, 2016; Caraka, 2019; Prasanti *et al.*, 2015). Penggunaan data panel dapat memberikan hasil penelitian yang lebih holistik karena data observasi yang digunakan lebih besar sehingga memberikan hasil penelitian yang makin menggambarkan keadaan populasi (Burdisso & Sangiácomo, 2016; Caraka, 2019). Oleh karena jenis data yang digunakan, dilakukan uji spesifikasi data panel untuk penentuan model regresi dan diperoleh *Common Effect Model* (CEM) untuk objek observasi BUMN dan *Fixed Effect Model* (FEM) untuk BUMS. Berikut adalah persamaan regresi CEM.

$$FDZ_{it} = \alpha + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + w_{it}$$

$$i = 1, \dots, n \quad t = 1, \dots, T \quad \alpha = \alpha_0 + \varepsilon_i$$

Keterangan:

FDZ : *Financial distress* Z-Score oleh Altman

α : Intersep gabungan (konstanta)

β_1 -8 : Slope

CSR : CSR MSR

CR : Rasio lancar

LEV : Leverage

TANG : Tangibility

SIZE : Ukuran perusahaan

AGE : Umur perusahaan

uit : Komponen error ke-i untuk periode waktu ke-t

i : unit data cross-section

t : unit data time series

Berikut adalah persamaan regresi FEM.

$$FDZ_{it} = \alpha_i + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + u_{it}$$

$$i = 1, \dots, n \quad t = 1, \dots, T$$

Keterangan (tambahan):

α_i : Intersep pada individu ke-i

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Data sekunder berupa laporan keuangan dan laporan keberlanjutan adalah data yang digunakan dalam penelitian ini. Data diperoleh melalui situs BEI di www.idx.co.id dan/atau akses langsung ke situs masing-masing perusahaan. Tabel 1 memuat data pemilihan sampel penelitian. Data diolah menggunakan bantuan aplikasi statistik Eviews 12 SV Lite.

Tabel 1
Data Pemilihan Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama lima tahun berturut-turut (2018-2022)	163
Perusahaan manufaktur yang memiliki data tidak lengkap	(11)
Perusahaan yang layak dijadikan sampel:	
1. BUMN	10
2. BUMS	142
Jumlah sampel:	
1. BUMN (10 x 5)	50
2. BUMS (142 x 5)	710
Jumlah data	760

Sumber: Data yang diolah 2023

Statistik Deskriptif dan Distribusi Frekuensi

Tabel 2 dan 3 memuat statistik deskriptif yang memberikan informasi statistik dasar atas variabel penelitian. Tabel 4 dan 5 memuat distribusi frekuensi variabel dependen, yaitu kategori Z-Score oleh Altman.

Tabel 2
Statistik Deskriptif BUMN

	FDZ	CSR	LEV	TANG	SIZE	AGE	CR
Mean	1,52	12,29	0,57	0,58	16,83	57,90	1,51
Median	1,57	0,04	0,56	0,59	16,91	53,50	1,40
Maximum	3,93	607,53	1,40	0,86	18,56	104,00	2,49
Minimum	-3,42	-0,45	0,29	0,26	14,14	5,00	0,34
Std. Dev	1,40	85,90	0,23	0,17	1,26	26,54	0,54

Sumber: Eviews 12 SV Lite, data sekunder yang diolah 2023

Tabel 3
Statistik Deskriptif BUMS

	FDZ	CSR	LEV	TANG	SIZE	AGE	CR
Mean	2,69	0,45	0,52	0,51	14,98	39,99	2,66
Median	2,45	0,00	0,48	0,51	14,84	40,00	1,56
Maximum	37,28	293,69	5,10	0,98	18,95	109,00	208,65
Minimum	-17,27	-20,10	0,04	0,02	11,84	6,00	0,02
Std. Dev	3,02	11,06	0,47	0,20	1,46	17,69	8,14

Sumber: Eviews 12 SV Lite, data sekunder yang diolah 2023

Pada tabel 2, statistik deskriptif BUMN, CSR memiliki *mean* 12,29, median 0,04, dan deviasi standar yang lebih besar dari keduanya, yaitu 85,90. Terdapat 1 data yang berada di atas *mean* dan sisa 49 data lainnya berada di bawah *mean*. Tabel 2 menunjukkan nilai maksimum dengan angka 607,53 yang merupakan data ekstrem milik PT Indofarma Tbk. (INAF) pada tahun 2020, mengakibatkan *mean* menjadi tinggi. Nilai minimum ditunjukkan dengan angka -0,45 oleh PT Indofarma Tbk. (INAF) pada tahun 2018. Nilai minus dalam CSR MSR dapat terjadi bila perusahaan mengalami kerugian, sehingga nilai EAT minus.

Financial distress pada BUMN memiliki *mean* 1,52, median 1,57, dan deviasi standar 1,4. *Mean financial distress* pada tabel 2 menunjukkan bahwa rata-rata tingkat *financial distress* BUMN berada dalam *distress zone* dengan 27 data berada di atas *mean* dan 23 data sisanya berada di bawah *mean*.

Pada tabel 3, statistik deskriptif BUMS, CSR memiliki *mean* 0,45, median 0,00, dan deviasi standar yang lebih besar dari keduanya, yaitu 11,06. Terdapat 18 data berada di atas *mean* dan 692 data lainnya berada di bawah *mean*. Tabel 3 menunjukkan nilai maksimum dengan angka 293,69 oleh PT Kapuas Prima Coal Tbk. (KAEF) pada tahun 2020. Nilai minimum ditunjukkan dengan angka -20,10 oleh PT Kedaung Indah Can Tbk. (KICD) pada tahun 2020 dikarenakan nilai CSR yang besar, tetapi perusahaan merugi. *Mean financial distress* pada tabel 3 menunjukkan bahwa rata-rata tingkat *financial distress* pada BUMS berada pada *grey zone* dengan 313 data berada di atas *mean* dan 397 data sisanya berada di bawah *mean*. Nilai maksimum *financial distress* pada tabel 3 ditunjukkan dengan angka 37,28 oleh PT Pyridam Farma Tbk (PYFA) pada tahun 2021, sedangkan nilai minimum ditunjukkan dengan angka -17,27 oleh PT Asia Pacific Fibers Tbk (POLY) pada tahun 2022.

Tabel 4
Distribusi Frekuensi *Financial Distress* Altman Z-Score BUMN

Hasil Z-Score	Kategori	Jumlah	Persen
< 1,81	<i>Distress Zone</i>	31	62%
$1,81 \leq Z \leq 2,99$	<i>Grey Zone</i>	12	24%
> 2,99	<i>Safe Zone</i>	7	14%

Sumber: Eviews 12 SV Lite, data sekunder yang diolah 2023

Tabel 5
Distribusi Frekuensi *Financial Distress* Altman Z-Score BUMS

Hasil Z-Score	Kategori	Jumlah	Persen
< 1,81	<i>Distress Zone</i>	31	62%
$1,81 \leq Z \leq 2,99$	<i>Grey Zone</i>	12	24%
> 2,99	<i>Safe Zone</i>	7	14%

Sumber: Eviews 12 SV Lite, data sekunder yang diolah 2023

Dari 50 data BUMN, 31 data berada pada *distress zone* dan 7 data berada dalam *safe zone*. Dari sampel 10 perusahaan, 4 perusahaan terus berada dalam *distress zone*, yaitu PT Indofarma Tbk. (INAF), PT Kimia Farma Tbk. (KAEF), PT Perusahaan Gas Negara Tbk. (PGAS), serta PT Wijaya Karya Tbk. (WIKA). Dari 710 data BUMS, terdapat 250 data yang berada pada *distress zone* dan 285 data berada pada *safe zone*. Dari sampel 142 perusahaan, 30 perusahaan terus berada dalam *distress zone* serta 40 perusahaan terus berada dalam *safe zone*.

Pengujian Hipotesis

Uji statistik F dilakukan dengan tujuan mengetahui pengaruh simultan (secara bersamaan) dari variabel independen terhadap variabel dependen (Ghozali, 2018). Dalam pengujian ini, bila hasil menunjukkan nilai probabilitas kurang dari 5% ($F < 0,05$), dapat diartikan bahwa variabel independen memberikan pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Akan tetapi, sebaliknya bila nilai probabilitas lebih dari 5% ($F > 0,05$), artinya variabel independen tidak memberikan pengaruh yang signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak dapat diterima.

Tabel 6
Uji Signifikansi Keseluruhan (Uji F)

Effects Test	BUMN	BUMS
F-statistic	56,86	12,52
Probability (F-statistic)	0,00	0,00

Sumber: Eviews 12 SV Lite, data sekunder yang diolah 2023

Tabel 6 menunjukkan hasil pengujian uji signifikansi keseluruhan. Nilai probabilitas pada *Probability F-statistic* untuk BUMN dan BUMS ditunjukkan dengan angka 0,00, kurang dari 0,05. Maka, disimpulkan bahwa model penelitian untuk keduanya sudah layak.

Uji koefisien determinasi dilakukan dengan tujuan menghitung perubahan pada variabel dependen (Ghozali, 2018). Bila hasil uji determinasi menunjukkan nilai *Adjusted R-squared* cenderung mendekati angka 0, maka variabel independen bersifat terbatas dalam menjelaskan variabel dependen. Namun, bila *Adjusted R-squared* cenderung mendekati angka 1, variabel independen memberikan informasi yang semakin menyeluruh dalam memprediksi variasi variabel dependen. Maka dapat disimpulkan semakin tinggi nilai *Adjusted R-squared*, semakin besar juga pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Tabel 7
Uji Koefisien Determinasi (Uji R²)

Effects Test	BUMN	BUMS
R-squared	0,8881	0,7660
Adjusted R-squared	0,8725	0,7048

Sumber: Eviews 12 SV Lite, data sekunder yang diolah 2023

Tabel 7 menunjukkan hasil pengujian koefisien determinasi. Tabel menunjukkan nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,8725 untuk BUMN. Hal tersebut diartikan variabel independen bersama dengan lima variabel kontrol berpengaruh sebesar 87,25% terhadap *financial distress* BUMN, sedangkan hasil pengujian koefisien untuk BUMS memiliki nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,7048. Hal tersebut diartikan variabel independen bersama dengan lima variabel kontrol berpengaruh sebesar 70,48% terhadap *financial distress* BUMS. Nilai R² terlihat lebih tinggi pada BUMN dibandingkan dengan BUMS.

Uji statistik t dilakukan dengan tujuan menghitung pengaruh parsial (secara terpisah) dari variabel independen terhadap variabel dependen (Ghozali, 2018). Bila hasil menunjukkan nilai signifikansi kurang dari 5% ($t < 0,05$), dapat diartikan bahwa variabel independen memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Sebaliknya bila hasil menunjukkan nilai signifikansi lebih dari 5%, artinya variabel independen tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Jenis pengaruh variabel independen terhadap dependen ditunjukkan dengan angka pada koefisien korelasi. Bila angka koefisien menunjukkan angka positif, maka pengaruh variabel searah. Sebaliknya bila angka koefisien korelasi menunjukkan angka negatif, maka pengaruh variabel berlawanan.

Tabel 8
Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t) BUMN

Variable	Coeff.	Prob.
C	2,99	0,02
CSR	0,00	0,64
Leverage	-5,40	0,00
Tangibility	-1,80	0,00
Ukuran Perusahaan	1,20	0,06
Umur Perusahaan	0,01	0,01
Current Ratio	0,11	0,59

Sumber: Eviews 12 SV Lite, data sekunder yang diolah 2023

Berdasarkan tabel 8, diketahui bahwa variabel CSR memiliki nilai probabilitas 0,64, lebih besar dari 0,05 sehingga menunjukkan bahwa variabel CSR secara parsial juga tidak menunjukkan ketidaksignifikanan CSR terhadap *financial distress*. Berdasarkan tabel tersebut, persamaan regresi untuk BUMN dirumuskan menjadi:

$$FDZ\ BUMN = 2,99 + 0,00CSR + 0,11CR - 5,40LEV - 1,80TANG + 1,20SIZE + 0,01AGE + \epsilon$$

Tabel 9
Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t) BUMS

Variable	Coeff.	Prob.
C	-2,02	0,52
CSR	0,00	0,92
Leverage	-1,62	0,00
Tangibility	-1,05	0,33
Ukuran Perusahaan	0,25	0,18
Umur Perusahaan	0,06	0,18
Current Ratio	0,01	0,14

Sumber: Eviews 12 SV Lite, data sekunder yang diolah 2023

Tabel 9 menunjukkan bahwa variabel CSR yang memiliki nilai probabilitas 0,52 yang lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti pada BUMS, variabel CSR tidak menunjukkan pengaruh parsial yang signifikan terhadap *financial distress* perusahaan. Berdasarkan tabel tersebut, persamaan regresi untuk BUMS dirumuskan menjadi:

$$FDZ\ BUMS = -2,02 + 0,00CSR + 0,01CR - 1,62LEV - 1,05TANG + 0,25SIZE + 0,06AGE + \epsilon$$

Tabel 10
Ringkasan Hasil

Hipotesis	Deskripsi	Coeff.	Prob.	Hasil
1	CSR secara negatif memengaruhi <i>financial distress</i> pada BUMS	0.00	0.64	ditolak
2	CSR secara negatif memengaruhi <i>financial distress</i> pada BUMN	0.00	0.92	ditolak

Sumber: Eviews 12 SV Lite, data sekunder yang diolah 2023

Pengaruh CSR terhadap *Financial Distress* BUMS

Hasil pengujian pada tabel di atas menunjukkan bahwa hipotesis pertama memiliki probabilitas 0,64 dengan koefisien korelasi 0,00 yang menjadikan ditolaknya hipotesis pertama. Hasil ini berbanding terbalik dengan hasil yang didapat oleh Khan *et al.* (2021) yang mendapatkan hasil signifikan yang positif. Penelitian ini juga memberikan hasil yang berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Wu *et al.* (2020) bahwa CSR meningkatkan ROA yang merupakan indikator kinerja keuangan yang baik, kontra dari *financial distress*.

Perbedaan hasil dapat terjadi karena adanya perbedaan jumlah sampel dan tahun observasi, baik pada penelitian Khan *et al.* (2021), maupun pada penelitian Wu *et al.* (2020). Pada tahun 2020-2022 merupakan pandemi Covid-19 yang menyebabkan pergeseran sejumlah kebiasaan. Secara khusus, pandemi Covid-19 menyebabkan pergeseran CSR yang dilakukan perusahaan. Semula aktivitas CSR lebih beragam, tetapi pandemi Covid-19 mengakibatkan aktivitas CSR lebih difokuskan untuk mendukung protokol kesehatan melalui pembelian alat-alat pengecek suhu dan bantuan sosial. Selain itu juga terjadi lonjakan biaya CSR yang mengakibatkan proporsi biaya CSR terhadap EAT semakin besar, seperti pada PT Alakasa Industrindo Tbk (ALKA), PT Bukaka Teknik Utama Tbk. (BUKK), dan PT Darya-Varia Laboratoria Tbk. (DVLA). Pengaruh tidak signifikan juga dapat terjadi karena CSR dilihat sebagai kelengkapan dalam berbisnis, didorong oleh tekanan sosial seperti pada penelitian Nelling & Webb (2008). Baron *et al.* (2011) mengatakan bahwa penegak hukum dan pihak berotoritas dan lembaga-lembaga lainnya membuat peraturan dan anjuran yang mewajibkan CSR untuk dilakukan sehingga perusahaan mendapat tekanan untuk melakukan kegiatan sosial sebagai pemenuhan peraturan. Hasilnya, aktivitas CSR dilakukan sebagai kelengkapan sosial dan tidak memberikan manfaat pada *stakeholder* sehingga bertindak sebagai hanya sebagai pengeluaran sosial yang tidak memberi manfaat sinyal positif bagi perusahaan.

Penelitian menunjukkan kesamaan antara BUMS di Indonesia dengan BUMS di Tiongkok, sesuai dengan yang diungkapkan oleh Wu *et al.* (2020). Persamaan tersebut ialah dibandingkan dengan BUMN,

rata-rata CSR yang dilakukan BUMS lebih kecil berdasarkan ukuran moneter dan dampaknya dalam masyarakat. Dikatakan bahwa di Tiongkok, BUMS lebih tertarik pada kompetisi usaha, tidak melalui aktivitas CSR walau tetap melakukannya, serupa dengan yang terjadi di Indonesia. Terlihat bahwa *financial distress* BUMS lebih rendah dibandingkan dengan BUMN yang dapat diartikan bahwa BUMS lebih hati-hati dalam mengelola keuangannya.

Pengaruh CSR terhadap *Financial Distress* BUMN

Hasil pengujian menunjukkan probabilitas 0,92 dan koefisien korelasi 0,00 yang menyebabkan ditolaknya hipotesis kedua. Hasil pada penelitian ini juga menunjukkan perbedaan dengan kedua penelitian acuan, sama seperti pada hipotesis pertama.

Hasil CSR tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat kebangkrutan perusahaan BUMN dapat terjadi karena strategi bisnis yang kurang baik pada BUMN, seperti yang dikemukakan oleh Lin *et al.* (2009) dan Anderson & Bieniaszewska (2005). Lin *et al.* (2009) dan Anderson & Bieniaszewska (2005) mengatakan bahwa CSR merupakan bagian dari strategi bisnis dan perusahaan dapat memperoleh keuntungan-keuntungan ekonomis sebagai imbalannya. Pada BUMN, terlihat bahwa rata-rata CSR tinggi walau rata-rata perusahaan sedang berada dalam *distress zone*. Hal ini menunjukkan strategi bisnis yang buruk. CSR yang tidak proporsional akan semakin memberatkan keuangan perusahaan dan keuangan yang tidak sehat dapat menjadi sinyal buruk bagi stakeholder sehingga keuntungan ekonomis dari dilakukannya CSR tidak dapat dirasakan.

Kendati memiliki perbedaan hasil, penelitian ini memiliki persamaan sifat BUMN dengan penelitian Wu *et al.* (2020). Penelitian ini menunjukkan bahwa BUMN di Indonesia juga lebih termotivasi dalam melakukan CSR yang terlihat dari rata-rata nilai CSR MSR yang jauh lebih besar bila dibandingkan dengan BUMS, bahkan dalam kondisi *distress*. Hal ini membuktikan BUMN memiliki sifat sebagai perpanjangan tangan pemerintah yang memelihara kesejahteraan warga negara. Penelitian ini membuktikan bahwa BUMN secara umum berani dalam mengeluarkan dana untuk CSR. Sifat BUMN yang berani mengeluarkan dana untuk CSR tidak ditemui pada BUMS yang secara umum lebih berhati-hati, sesuai pada penelitian Wu *et al.* (2020). Salah satu alasannya dikarenakan *shareholder* utama dalam perusahaan BUMN, pemerintah, tidak terlalu ketat dalam mengawasi keuangan perusahaan. Pandemi Covid-19 juga merupakan memberikan dorongan lebih pada BUMN untuk melakukan CSR sebagai perpanjangan tangan pemerintah dalam memelihara warga negara.

KESIMPULAN

Berdasarkan penelitian di atas, dapat ditarik kesimpulan bahwa CSR tidak signifikan memengaruhi *financial distress* BUMN dan BUMS secara parsial yang mengakibatkan kedua hipotesis dalam penelitian ini ditolak walau diketahui bahwa model regresi sudah cocok dengan data observasi. Penelitian ini juga memiliki keterbatasan-keterbatasan berupa pengukuran CSR hanya didasarkan rasio pengeluaran moneter perusahaan sehingga banyak aspek CSR lainnya yang belum dieksplor, objek penelitian terbatas pada hanya perusahaan yang sudah terdaftar di BEI, sehingga terikat dengan peraturan POJK dan permenteri untuk melakukan dan mengungkapkan CSR padahal ada sejumlah perusahaan yang melakukan CSR dan mengungkapkannya dalam laporan keberlanjutan walau tidak terdaftar dalam BEI. Selain itu, objek penelitian BUMN sangat sedikit bila dibandingkan dengan BUMS.

Untuk penelitian selanjutnya yang mengambil topik mirip, diharapkan dapat mengeksplor penelitian lain yang menggunakan pengukuran CSR berbeda untuk pengukuran CSR yang lebih menyeluruh, misalkan menggunakan indeks Global Reporting Index (GRI) atau indeks lain yang dikeluarkan lembaga-lembaga dunia terkait dengan CSR, dapat melakukan penambahan variabel lain yang memiliki hubungan langsung berkaitan dengan *financial distress* seperti *corporate governance* dan *life cycle* perusahaan, serta memperluas objek penelitian menjadi perusahaan yang terdaftar dan yang tidak terdaftar di BEI untuk meningkatkan sampel BUMN sebab hanya sebagian kecil dari BUMN yang terdaftar di BEI.

REFERENCES

- Al-Hadi, A., Chatterjee, B., Yaftian, A., Taylor, G., & Monzur Hasan, M. (2019). Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: evidence from Australia. *Accounting and Finance*, 59(2), 961–989. <https://doi.org/10.1111/acfi.12277>
- Anderson, C. L., & Bieniaszewska, R. L. (2005). *The Role of Corporate Social Responsibility in an Oil Company's Expansion into New Territories*. <https://doi.org/10.1002/csr.071>
- Bae S, Masud M, K. J. (2018). A cross-country investigation of corporate governance and corporate sustainability disclosure: A signaling theory perspective. *Sustainability (Switzerland)*, 10(8). <https://doi.org/10.3390/su10082611>
- Baron, D. P., Agus Harjoto, M., & Jo, H. (2011). The economics and politics of corporate social performance. *Business and Politics*, 13(2). <https://doi.org/10.2202/1469-3569.1374>
- Burdisso, T., & Sangiácomo, M. (2016). Panel time series: Review of the methodological evolution. In *The Stata Journal* (Vol. 16, Issue 2).
- Caraka, R. E. (2019). Pemodelan Regresi Panel pada Data Pendapatan Asli Daerah (PAD) Terhadap Dana Alokasi Umum (DAU). *Jurnal Ekonomi Kuantitatif Terapan*, 12(1), 55–61. <https://doi.org/10.24843/jekt.2019.v12.i01.p06>
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39–48. [https://doi.org/10.1016/0007-6813\(91\)90005-G](https://doi.org/10.1016/0007-6813(91)90005-G)
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Young, J. (2019). Study on the relationship between CSR and financial performance. *Sustainability (Switzerland)*, 11(2), 1–26. <https://doi.org/10.3390/su11020343>
- Choi, J. S., Kwak, Y. M., & Choe, C. (2010). Corporate social responsibility and corporate financial performance: Evidence from Korea. *Australian Journal of Management*, 35(3), 291–311. <https://doi.org/10.1177/0312896210384681>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Desiyanti, O., Soedarmo, W., Chandra, K., & Kusnadi, K. (2019). The Effect Of Financial Ratios To Financial Distress Using Altman Z-Score Method In Real Estate Companies Listed In Indonesia Stock Exchange Period 2014 - 2018. *Business and Entrepreneurial Review*, 19(2), 119. <https://doi.org/10.25105/ber.v19i2.5699>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. E. (1995). *The Stakeholder Theory of the Corporation : Concepts , Evidence , and Implications Author (s) : Thomas Donaldson and Lee E . Preston Source : The Academy of Management Review , Jan . , 1995 , Vol . 20 , No . 1 (Jan . , 1995) , pp . Published by : Academy . 20(1), 65–91.*
- Edward Nelling, & Elizabeth Webb. (2008). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The “Virtuous Circle” Revisited. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), 197–209. <https://doi.org/10.1007/s11156-008-0090-y>
- Enyinna, O. (2013). Is stakeholder theory really ethical? *African Journal of Business Ethics*, 7(2), 79. <https://doi.org/10.4103/1817-7417.123083>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (First edit). Harpercollins College Div.
- Harjoto, M., & Laksmana, I. (2018). The Impact of Corporate Social Responsibility on Risk Taking and Firm Value. *Journal of Business Ethics*, 151(2), 353–373. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3202-y>
- He, Y., Chiu, Y. H., & Zhang, B. (2015). The impact of corporate governance on state-owned and non-state-owned firms efficiency in China. *North American Journal of Economics and Finance*, 33, 252–277. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2015.06.001>
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2016). *Kerangka Dasar SAK Umum*. IAI. <http://iaiglobal.or.id/v03/standar-akuntansi-keuangan/tentang-5-kerangka-dasar-sak-umum>

- Jiraporn, P., Jiraporn, N., Boeprasert, A., & Chang, K. (2014). Does corporate social responsibility (CSR) improve credit ratings? Evidence from geographic identification. *Financial Management*, 43(3), 505–531. <https://doi.org/10.1111/fima.12044>
- John, Y., Hilscher, J. D., & Szilagyi, J. (2011). *Predicting Financial Distress and the Performance of Distressed Stocks Predicting Financial Distress and the Performance of Distressed Stocks*.
- Khan, N., Malik, Q. A., Saghir, A., Rasheed, M. H., & Husnain, M. (2021). Does corporate social responsibility reduce financial distress? Evidence from emerging economy. *Management Science Letters*, 11(8), 2225–2232. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2021.4.007>
- Kivits, R., & Sawang, S. (2021). Stakeholder Theory. *Contributions to Management Science*, 1–8. https://doi.org/10.1007/978-3-030-70428-5_1
- Lin, C. H., Yang, H. L., & Liou, D. Y. (2009). The impact of corporate social responsibility on financial performance: Evidence from business in Taiwan. *Technology in Society*, 31(1), 56–63. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2008.10.004>
- Loew et al. (2004). Significance of the CSR Debate for Sustainability and the Requirements for Companies. *Nuclear Safety*, 16.
- Mason, C., & Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International Small Business Journal*, 22(3), 227–248. <https://doi.org/10.1177/0266242604042377>
- Prasanti, T. A., Wuryandari, T., & Rusgiyono, A. (2015). APLIKASI REGRESI DATA PANEL UNTUK PEMODELAN TINGKAT PENGANGGURAN TERBUKA KABUPATEN_KOTA DI PROVINSI JAWA TENGAH _ Prasanti _ Jurnal Gaussian. *Jurnal Gaussian*, 4(3), 687–696.
- Shrotriya, Dr. V. (2019). Common Size Statement : a Technique of Financial Analysis. *International Journal of Research and Analytical Reviews*, 6(2), 424–430.
- Smith, H. J. (2003). The Shareholders vs. Stakeholders Debate. *MIT Sloan Management Review*, 44(4), 84–91. https://doi.org/10.30965/9783969751138_011
- Smith, R. E. (2011). Defining Corporate Social Responsibility: A Systems Approach For Socially Responsible Capitalism. *Penn Libraries: University of Pennsylvania*, 1–80.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sucipto, Edy & Sudiyatno, B. (2018). Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed Di Bursa Efek Indonesia. *Dinamika Akuntansi, Keuangan Dan Perbankan*, 7(2), 163–172.
- Tristiari, N., Setiawanta, Y., & Pratiwi, R. D. (2017). Optimization of Monetary Corporate Social Responsibility Value Added in Reducing Financial Distress in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 500–506. <http://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/4192/pdf>
- Tyas, P. K. (2014). Analisis Perbedaan Program dan Pelaporan Corporate Social Responsibility pada BUMN dan BUMS : Studi Content Analysis Perusahaan Semen di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 3(2), 1–15.
- Wahlen, J., Baginski, S., & Bradshaw, M. (2015). *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation*.
- Wu, L., Shao, Z., Yang, C., Ding, T., & Zhang, W. (2020). The impact of CSR and financial distress on financial performance-evidence from chinese listed companies of the manufacturing industry. *Sustainability (Switzerland)*, 12(17). <https://doi.org/10.3390/SU12176799>
- Zheng, Y., Wang, Y., & Jiang, C. (2019). Corporate social responsibility and likelihood of financial distress. *Quarterly Review of Business Disciplines*, 6(3), 219–236.